Capital-investissement et emploi en France :

une comparaison dans le temps selon les profils d'investisseurs

Loris GUERY

Université de Lorraine
CEREFIGE
13 rue Michel Ney
54000 NANCY

loris.guery@univ-lorraine.fr

Anne STEVENOT

Université de Lorraine
ISAM-IAE
CEREFIGE
25 rue Baron Louis
54000 NANCY

anne.stevenot@univ-lorraine.fr

Capital-investissement et emploi en France:
une comparaison dans le temps selon les profils d'investisseurs

Résumé

La question de l'influence du financement par capital-investissement sur les effectifs des entreprises a fait l'objet de nombreuses études scientifiques, principalement dans des contextes anglo-saxons. Les résultats de ces études divergent et leurs limites appellent à de nouveaux travaux : 1) la plupart des études ont comme niveau d'analyse celui de l'entreprise et éludent celui de l'établissement, alors même que les variations de taille d'entreprise peuvent être liées à des changements de périmètres ; 2) la plupart des études ne distinguent pas les profils des investisseurs alors que leurs objectifs et leurs mode d'influence sur les entreprises financées peuvent être variables notamment selon leur origine géographique (venant d'économies « libérales » ou « coordonnées ») ; 3) la plupart des études sont réalisées en coupe à une date donnée et ne permettent pas d'étudier la permanence dans le temps d'une éventuelle influence du financement par capital-investissement sur les effectifs.

Notre étude, utilisant les enquêtes Reponse menées par la Dares (ministère du Travail) en 1998-1999, 2004-2005 et 2010-2011, met en évidence un lien entre financement par capital-investissement et réduction des effectifs au niveau des établissements. Lorsque l'on affine les résultats en prenant en compte les catégories de salariés concernées par les réductions d'effectifs ainsi que l'origine des investisseurs, des différences de comportements apparaissent clairement entre ceux issus d'économies libérales et ceux issus d'économies coordonnées. D'un point de vue temporel, les résultats pour les périodes avant et pendant la crise actuelle sont très similaires mais se démarquent de ceux de la fin des années 1990. Ceci laisse à penser qu'une évolution du comportement des investisseurs s'est opérée suite à l'éclatement de la bulle spéculative du début des années 2000 qui avait très directement touché l'industrie du capital-investissement.

Capital-investissement et emploi en France:
une comparaison dans le temps selon les profils d'investisseurs

A la question comment la finance et la gouvernance affectent le travail, Gospel et Pendleton (2003) trouvent trois réponses et identifient ainsi trois facteurs déterminants à ce niveau : 1) les sources de financement 2) les objectifs des pourvoyeurs de fonds 3) les moyens par lesquels ils sécurisent leurs propres intérêts (p.575). Le recours au financement par capital-investissement, particulièrement important pour les PME non cotées, présente à ce niveau des enjeux élevés, en affectant la structure de financement des entreprises et sa gouvernance c'est-à-dire *« les mécanismes organisationnels qui ont pour effet de délimiter les pouvoirs et d'influencer les décisions des dirigeants* » et plus particulièrement, dans une perspective actionnariale « *par lesquels les actionnaires de l'entreprise s'assurent que les dirigeants vont agir dans le sens de leurs intérêts* » (Charreaux, 1997, p.1). L'intervention de ces actionnaires particuliers que sont les capital-investisseurs (CI) est susceptible ainsi d'orienter les choix de l'entreprise dans le sens de leurs intérêts d'actionnaires transitoires dont la richesse dépend de la valeur prise par l'entreprise entre leur entrée au capital et leur sortie au bout de quelques années. Comme l'ont mis en évidence de nombreux travaux[1], les capital-investisseurs, par leur implication active et directe, entendent augmenter le potentiel de création de valeur de l'entreprise. Guidés par un souci d'efficience, il s'agit pour eux notamment de limiter les coûts de façon à accroître leur rente. En particulier, dans le cadre de montage de type LBO, le remboursement de la dette élevée, qui complète l'apport en fonds propres des investisseurs, exerce une discipline intense sur l'entreprise et implique une gestion serrée des coûts pour assurer des cash-flows suffisants. Dans cette optique, les restructurations des entreprises apparaissent comme une réponse à cette quête, avec l'ajustement en particulier d'un facteur de production majeur, principale charge pour les entreprises, le travail.

Cette question des enjeux du financement par capital-investissement pour l'emploi est centrale pour les économies mondiales. Elle anime les acteurs, investisseurs, dirigeants, salariés, syndicats mais aussi monde politique et interpelle les chercheurs pour approfondir, au-delà des polémiques, la connaissance de ces effets. D'un côté, les associations d'investisseurs multiplient les déclarations et les études commanditées montrant un effet positif sur la croissance et l'emploi (European Venture Capital Association (2005), British

[1] Pour une revue de littérature récente et une méta-analyse, voir Croce et al. (2013) et Rosenbusch et al. (2013).

Venture Capital Association (2006), A.T. Kearney (2007), Taylor and Bryant (2007), et Shapiro and Pham (2008). De l'autre, les associations de salariés, les syndicats (*Service Employees International Union*, collectif-lbo en France) dénoncent une pression excessive sur les entreprises et le mépris des aspects sociaux (emplois, risques pour les salariés, rémunérations…)[2]. Les difficultés rencontrées par les entreprises ces dernières années n'ont fait qu'accroître les tensions en cristallisant le problème autour d'entreprises en faillite ou engagées dans des licenciements collectifs, par la faute, selon certains, d'une pression excessive des investisseurs[3].

De nombreuses études scientifiques ont été menées, en particulier dans les pays anglo-saxons, berceau du capital-investissement, mais aussi dans les pays d'Europe ou en Asie. Pour autant les résultats de ces études divergent et se heurtent à un certain nombre de limites ou appellent de nouvelles investigations (Davis et al, 2011). Une première limite tient au fait que la plupart des études sur capital-investissement et emploi s'intéressent au niveau de l'entreprise et négligent le niveau établissement. Or une augmentation de la taille de l'entreprise peut être due à des changements de périmètre, des opérations d'acquisition ou de fusion notamment - fréquentes dans le cadre du capital-développement et des LBO- et cacher des restructurations au niveau des établissements existants (Davis et al., 2011). Les CI sont autant des agents de la restructuration au niveau des établissements existants que des agents de changement pour l'organisation. Il paraît donc important de considérer, au-delà de la seule variation d'effectif, les changements organisationnels lié à l'emploi qui peuvent s'opérer en parallèle et qui permettent de mieux comprendre ces variations d'effectifs (sous-traitance, type de contrat de travail, type de catégories de salariés concernés par une variation d'effectif…). Par ailleurs, la plupart des études ne distinguent pas les différents types d'investisseurs. Ce n'est qu'assez récemment que des travaux montrent des différences d'effet sur l'emploi selon le type de LBO, avec prise de contrôle par l'investisseur et intervention d'une nouvelle équipe dirigeante (LBI ou MBI) ou avec l'implication de l'équipe en place (MBO) (Amess, Wright, 2007a ; Wright et al., 2007 ; Georgen et al., 2011). Pourtant, comme le soulignent Gospel et Pendleton (2003), les objectifs des pourvoyeurs de fonds sont déterminants des liens entre finance, gouvernance et travail. Or il existe différents profils d'investisseurs de ce point de vue. Bacon et al. (2013, p.8) distinguent quatre types de profils d'investisseurs en fonction de leur horizon

[2] On peut citer à titre d'exemple cette assertion du Service Employees International Union : « Typically it's easier to decrease costs quickly by cutting heads, which is why buyouts have typically been accompanied by layoffs » (Rasmussen, 2008).

[3] On peut citer à titre d'exemple en France, le cas de Presse Informatique, Socotec, TDF (site de collectif-LBO.org).

(court terme ou long terme) et de leur stratégie (efficience ou croissance). Les auteurs observent que les critiques s'adressent essentiellement aux investisseurs de court terme visant l'efficience, animés par la devise « *buy it, strip it, flip it* ») (ITUC, 2007, p.3), mais que d'autres types d'investisseurs existent notamment ailleurs que dans les pays anglo-saxons, dans des économies moins libérales et davantage coordonnées (Bacon et al., 2013 ; Appelbaum, Batt, Clark, 2013). Il existe peu d'études internationales permettant de comparer les pratiques des investisseurs de différents types, la très grande majorité portant sur les cas américains et anglais. Wright et al. (2006) en font d'ailleurs une perspective majeure de recherche et appellent tout particulièrement à des travaux sur des économies « coordonnées » (Wood, Wright, 2009).

Nous proposons ici de réaliser une étude originale de l'effet des capital-investisseurs sur l'emploi dans un pays européen, la France, qui compare l'effet des investisseurs français par rapport aux investisseurs étrangers (essentiellement venant de pays anglo-saxons ou d'économies « libérales »), qui considère les variations d'effectifs au niveau de l'établissement et qui s'intéresse au-delà des seules variations d'emploi aux aspects organisationnels directement liés à l'emploi (catégories de salariés concernés, type de contrat de travail, sous-traitance, séparation de fonction…). La situation de la France est particulièrement intéressante car, à la fin de la précédente décennie, il s'agit du premier marché du capital-investissement en Europe Continentale et troisième marché au monde (en montants investis) (AFIC), soit 20% de part de marché en Europe. Durant les dix dernières années, l'industrie du capital-investissement a investi en France près de 60 milliards d'euros auprès de 10000 entreprises (Bancel, 2009). Comme le notent Siegel et al. (2011), les recherches sur le sujet ont été largement conduites sur des échantillons d'avant la crise de 2008. La question d'un changement éventuel de comportements des investisseurs en période de difficultés économiques généralisées se pose. L'étude présentée ici porte sur un échantillon d'entreprises en 2010-2011, un échantillon d'entreprises en 2004-2005, avant la crise actuelle, et un échantillon d'entreprises en 1998-1999, avant la crise du début des années 2000, ce qui permet de comparer les résultats en fonction du contexte économique, de repérer certains effets permanents et d'autres liés à la conjoncture. Nous utilisons pour ce faire les enquêtes REPONSE (Relations professionnelles et négociations d'entreprises) produites par le ministère du Travail sur un échantillon d'entreprises représentatives de la population des entreprises françaises.

Après une revue de la littérature sur les liens entre financement par CI, emploi et organisation aboutissant à la formulation d'hypothèses de recherche (point 1.), nous présenterons la base de données et la méthodologie de l'étude empirique (point 2.). Les résultats seront ensuite exposés (point 3) puis discutés (point 4).

1. Les liens entre financement par capital-investissement, emploi et organisation : une revue de la littérature

1.1 Les liens entre capital-investissement et emploi : de nombreuses études

Depuis les premiers travaux de Kaplan (1989), de nombreuses études se sont intéressées aux liens entre le recours au capital-investissement et à l'emploi (se reporter au tableau de synthèse, annexe 1). Si certaines études concluent à un effet positif sur l'emploi (Kaplan, 1989 ; Opler, 1992 ; Smith, 1990), d'autres observent une diminution de l'emploi (Wright et al., 1990 ; Robbie et al., 1992 ; Robbie et Wright, 1995 ; Conyon, Girma, Thomson, Wright, 2002) tandis que d'autres encore concluent à l'absence de lien significatif (Amess et Wright, 2007a ; Amess et al., 2008). Amess et Wright (2010) concluent que si il y a bien des réductions d'emploi dans les entreprises qui passent sous contrôle de capital-investisseurs, celles-ci sont toutefois moins importantes comparativement à la situation avec d'autres type d'acquisitions.

Plusieurs études ont abouti à des résultats nuancés montrant que les liens entre CI et emploi évoluent dans le temps et dépendent du type d'opérations. D'une manière générale les récentes études invitent à considérer davantage la diversité des situations qui déterminent en réalité l'impact sur l'emploi. Plusieurs études observent ainsi après un déclin de l'emploi dans les entreprises financées par CI une nette augmentation de l'emploi (Wright et al., 2007 ; Amess, Wright, 2007a ; Boucly et al., 2009 ; Cressy et al., 2007 ; Davis et al., 2008). Par ailleurs, le type d'investissement (MBO ou MBI) a également une influence selon que les dirigeants sont introduits par les investisseurs ou que le management prend part à l'opération (Amess, Wright, 2007a ; Wright et al., 2007 ; Georgen et al., 2011). Dans ce dernier cas (MBO), les réductions d'emploi sont moins fortes, voire conduiraient à une hausse de l'emploi qui s'expliqueraient par un enracinement du dirigeant qui défend davantage l'emploi et dispose d'une meilleure connaissance et reconnaissance des ressources humaines de l'entreprise (Harcourt et Wood, 2007).

1.2 Les liens entre capital-investissement et organisation : de plus rares études

La question de l'influence sur l'emploi doit certainement se comprendre dans une logique stratégique et organisationnelle, de gestion d'actifs (Froud, Williams, 2007 ; Davis, Haltiwanger, Jarmin, Lerner, Miranda, 2011). Harris et al. (2005) attribuent une réduction du travail à l'externalisation de certains biens et matériels intermédiaires. Davis et al., (2011) observent d'une part que l'augmentation de la taille de l'entreprise peut être due à des changements de périmètre, des opérations d'acquisition ou de fusion financées par capital-développement et cachent des restructurations au niveau des établissements existants. D'autre part, selon ces mêmes auteurs, les réductions d'emplois dans les établissements existants de l'entreprise peuvent être compensées au moins en partie par la création de nouvelles activités et de nouveaux emplois, selon un « processus de destruction créatrice » (Davis et al., 2011, p.24).

Très peu d'études ont cherché à voir l'effet du financement par capital-investissement sur la structure de l'emploi afin d'identifier certaines catégories potentiellement plus concernées que d'autres par une évolution d'effectifs, à la hausse ou à la baisse. L'étude de Lichtenberg et Siegel (1990) est une des seules à présenter quelques résultats à ce niveau. Les autres constatent en effet une diminution du ratio d'encadrants (personnel non productif) sur l'effectif de production, liée à une diminution de l'effectif « non-productif » et à une stabilité de l'effectif productif, ce qui suggère une rationalisation de la structure et une évolution dans l'organisation du travail. Dans la mesure où les capital-investisseurs incitent directement ou indirectement les dirigeants à adopter certaines pratiques jugées performantes et à professionnaliser la gestion de l'entreprise (Hellmann, Puri, 2002), notamment dans le domaine de la gestion des ressources humaines (Stévenot, Guery, 2006), leur présence pourrait favoriser l'adoption de « *high performance work systems* » (Huselid, 1995 ; Boxall P., Macky K., 2009) qui encouragent l'autonomie des salarié et réduisent ainsi le besoin de hiérarchie.

1.3 Les enseignements des comparaisons internationales : des perspectives majeures

Comme le montre la revue de littérature de Georgen, O'Sullivan and Wood (2011, p.262), la plupart des travaux ont largement porté sur le cas américain ou anglais. Comptant parmi les rares, les études de Bacon et al. (2010) et de Bacon et al. (2013) s'inscrivent dans une perspective internationale. Pourtant l'intérêt d'investigations approfondies dans les contextes étrangers, notamment en Allemagne ou en France, où le capital-développement est aussi très

répandu, est souvent souligné (Wood et Wright, 2009 ; Wood et Wright, 2010). L'importance croissante du CI en Europe depuis le milieu des années 2000 renforce cet intérêt (Wood et Wright, 2009). Le capital-investissement aux Etats-Unis ainsi que les études portant dessus s'inscrivent dans un modèle spécifique, le modèle néo-libéral, privilégiant une rationalité économique plus qu'une logique institutionnelle ou contextuelle (Wood, Wright ; 2009). Gospel et Pendleton (2003) ont conceptualisé et analysé les différences entre les économies libérales (US et UK) et les économies coordonnées (Allemagne, Japon) en termes de gouvernance et de gestion de l'emploi. Comme l'ont mis en évidence Hutton (1996) pour le Royaume-Uni et Porter (1997) aux US, l'approche libérale, valorisant une approche actionnariale de la gouvernance, tend à réduire les coûts liés au travail en cas de difficultés de façon à maintenir la rentabilité, à assurer le maintien de l'accès au capital, à maintenir son niveau d'endettement et à résister aux prises de contrôle. Au contraire, dans les économies coordonnées, l'implication des salariés dans la gouvernance des entreprises a pour conséquence que les difficultés sont davantage absorbées par la réduction des profits et la valeur actionnariale. Par ailleurs, selon le modèle libéral, anglo-saxon, à terme les salariés sortent gagnants en termes de sécurité de l'emploi et de perspective d'emploi. Un contrôle plus clair et la réduction des coûts d'agence associés ainsi que une amélioration supposée des capacités stratégiques et opérationnelles guidées par la rationalité économique du modèle garantissent une plus grande viabilité de l'affaire et permettent au final l'expansion (Bacon et al, 2012). Toutefois, l'universalité du modèle se heurte à des contextes réglementaires et culturels différents. Bacon et al (2012) posent la question de la pertinence du modèle libéral, anglo-saxon, dans un contexte institutionnel qui ne relève pas de l'économie néo-libérale. Comme le soulignent Wood et Wright (2009), lorsque les salariés et l'emploi sont davantage protégés, il est plus difficile de réduire l'emploi et de dérouler parfaitement les logiques précédemment évoquées (Wood et al, 2004). Gospel et Pendleton (2003) insistent quant à eux dans leur comparaison entre le modèle anglo-saxon et le modèle allemand et japonais sur l'ancrage institutionnel et culturel du comportement des acteurs, y compris des pourvoyeurs de fonds. Le fonctionnement des marchés au sens large -la réglementation mais aussi les normes ou encore les relations entre les parties- détermine les croyances et les comportements des individus, dirigeants, salariés, pouvoirs publics mais aussi investisseurs. Certains auteurs défendent l'intérêt d'un capitalisme « managérial » qui s'inscrit dans des logiques d'investissement de long terme, qui protège l'emploi et investit dans la formation et le développement des salariés (Appelbaum et al., 2013). Au regard de ces développements, il apparaît important, pour comprendre les effets du capital-investissement sur l'emploi, de

considérer le contexte économique et politique. Une question majeure se pose alors (Wood, Wright, 2009) : y a-t-il des effets transversaux qui transcendent les contextes ou des spécificités contextuelles ? Il s'agit par conséquent dans le cadre de cette étude de montrer non seulement une différence de résultats entre la France et les autres pays (anglo-saxons notamment) mais aussi en fonction du profil d'investisseur (local ou étranger, essentiellement venant d'un pays anglo-saxons). Il s'agit ici d'observer une différence non seulement en fonction du pays mais aussi en fonction du profil, national ou étranger, de l'investisseur

1.4 L'importance de la conjoncture économique : les effets de la crise à considérer

Comme le soulignent Siegel et al. (2011), la plupart des recherches ont été conduites sur des échantillons d'avant la crise de 2008. Or il serait intéressant de voir si le comportement des capital-investisseurs en termes d'influence sur l'emploi change en période de crise. La récente crise financière et économique a en effet touché directement et indirectement l'industrie du capital-investissement. Comme le montre Axelson et al. (2007) et Harbula (2008), on retrouve en effet les principaux facteurs explicatifs mis en exergue par Kaplan et Stein (1993) pour la crise de la fin des années 80 : a) surévaluation des cibles, b) recours à un levier financier excessif pour les LBO par rapport à la capacité des cibles à générer des cash-flows, c) rachat de cibles dans des secteurs plus risqués d) accès trop facile au financement d) captation de rentes en amont des opérations par les conseils (banques d'affaires…) et par les managers de fonds. Entre 2005 et 2007, les transactions se sont fait à des prix d'autant plus élevés – paradoxalement- que les fonds avaient accès à une dette abondante. Les vendeurs ont pu imposer des conditions de transaction très favorables, en exigeant notamment un paiement en cash sans clause de earn-out (complément de prix en fonction des performances futures). Plusieurs opérations de restructurations de fond ont eu lieu depuis 2009 défrayant la chronique en France (Autodistribution ou Monier pour les premiers) témoignant du retournement de l'activité suite à la crise financière de 2008 (Bancel, 2009).

Plusieurs travaux ont mis en avant le manque de discernement des investisseurs et la faiblesse des mécanismes d'évaluation des risques ex-ante en période de croissance (Axelson et al. 2009 ; Kaplan, Stein, 1993) ainsi qu'un défaut de surveillance de la part des investisseurs vis-à-vis des entreprises de leur portefeuille, souvent élargi dans ces périodes (Stephany, 2001). L'éclatement de la bulle au début des années 2000 devait s'être accompagné d'un assainissement du secteur et d'une mutation des comportements des investisseurs passant qu'une attitude « hands-off » à une attitude « hands-in » vis-à-vis de leurs participations

(Stéphany, 2001). La question de l'influence du capital-investisseur sur l'entreprise, et en particulier sur l'emploi, en période de crise se pose car on peut supposer un resserrement du contrôle de la part des investisseurs, conformément aux anticipations de la théorie de l'agence. Les études portant sur plusieurs décennies considérant le cas du Royaume-Uni montrent que les effets sur l'emploi varient selon le contexte économique national (Wright, Bacon, Amess, 2009): en période de récession, les réductions d'emploi sont plus importantes (Wright, Coyne, 1985) alors que qu'elles sont moindres dans des conditions économiques plus favorables (Wright et al., 1992). Au contraire, l'étude de Wilson et al. (2012) conclue à une meilleure performance des entreprises financées par capital-investissement avant et pendant la récente crise par rapport aux entreprises non financées par CI, ainsi qu'à une croissance de l'emploi en général dans ces entreprises. Celles-ci auraient finalement mieux résisté à la crise que les autres ce qui tendrait à montrer une bonne sélection par les investisseurs des entreprises qu'ils financent et une répercussion des difficultés économiques générales finalement maîtrisée sur l'emploi. La question du niveau considéré, établissement ou firme, du type de salariés concernés par d'éventuellement restructurations et des incidences organisationnelles se pose toutefois toujours.

A l'issue de cette revue de littérature, nous formulons plusieurs hypothèses :

H1. Il existe une évolution de l'emploi spécifique dans les établissements des entreprises françaises financées par CI.

H1'. L'évolution de l'emploi va davantage dans le sens d'une réduction dans les établissements des entreprises françaises financées par des CI étrangers que des CI nationaux, français.

H2. Certaines évolutions dans l'organisation (structure des effectifs, recours à l'intérim, recentrage, sous-traitance, etc) s'observent dans les entreprises financées par CI.

H2'. Certaines évolutions dans l'organisation (structure des effectifs, recours à l'intérim, recentrage, sous-traitance, etc) sont plus marquées dans les entreprises financées par des CI étrangers par rapport aux CI français.

H3. La tendance à la réduction de l'emploi est plus forte avant qu'après la crise dans les établissements d'entreprises françaises financées par CI.

H3'. La tendance à la réduction de l'emploi est d'autant plus forte avant qu'après la crise que les entreprises sont financées par des CI étrangers plutôt que des CI nationaux, français.

2. Base de données et méthodologie de la recherche

Les données utilisées pour l'étude empirique proviennent de l'enquête REPONSE (Relations professionnelles et négociations d'entreprise) menée par la DARES (Direction de l'animation de la recherche, des études et des statistiques, ministère du Travail). Afin d'étudier le lien entre financement par capital-investissement et emploi, les trois dernières enquêtes ont été mobilisées. Ayant été réalisées en 1998-1999, 2004-2005 et 2010-2011, ces données permettent de couvrir aussi bien la crise du début des années 2000 que celles de la fin des années 2000. En vue d'assurer une comparabilité des résultats entre 1998-1999, 2004-2005 et 2010-2011, seuls les établissements d'au moins 20 salariés ont été conservés (les deux premières enquêtes ayant été réalisées sur des établissements d'au moins 20 salariés, la dernière sur des établissements d'au moins 10 salariés). L'échantillon a été réduit aux établissements n'appartenant ni au secteur de l'administration publique, de l'enseignement et de la santé ni au secteur financier, et faisant partie d'entreprises non cotées, correspondant ainsi à la situation classique de capital-investissement finançant le développement d'entreprises non cotées (Wood et Wright, 2010). Au final, l'échantillon de 1998-1999 se compose de 1092 établissements, celui de 2004-2005 de 1461 établissements, et celui de 2010-2011 de 1629 établissements.

L'enquête REPONSE couvre un large ensemble de thèmes relatifs notamment aux caractéristiques sociales des entreprises et à leur organisation interne. Une question reflète l'évolution de l'effectif total de l'établissement au cours des trois dernières années : variation à la hausse, stabilité ou variation à la baisse. Cette question n'est certes pas très précise (elle ne permet pas d'appréhender l'ampleur des variations relativement à l'effectif total), mais elle présente l'originalité et l'intérêt de se situer au niveau de l'établissement, répondant ainsi à la nécessité avancée par Wright et al. (2009) et Davis et al. (2011) de s'intéresser à ce niveau d'analyse. Cette question est ensuite déclinée pour les différentes catégories de salariés, lorsque celles-ci existent dans l'établissement : cadres, techniciens et agents de maîtrise, employés, ouvriers. Ces différentes questions ont été traduites en un ensemble de variables dichotomiques reflétant les diverses situations possibles en matière d'évolution de l'effectif

pour chaque catégorie de salariés ainsi que pour l'ensemble des salariés, et ce pour les trois dates considérées (1998-1999, 2004-2005 et 2010-2011). D'autres variables dichotomiques reflètent quant à elles soit les caractéristiques de l'emploi soit les changements dans l'organisation interne qui peuvent avoir lieu en présence de capital-investisseurs (Davis et al., (2011)) : présence d'intérimaires, suppression d'un ou plusieurs fonctions, recentrage sur les métiers spécifiques, recours accru à la sous-traitance ou à l'externalisation. L'ensemble de ces variables expliquées étant des variables dichotomiques, notre méthodologique économétrique consiste en un ensemble de modèles de régressions de type probit, permettant d'appréhender l'effet marginal du financement par capital-investissement sur ces variables expliquées (Pampel, 2000).

En matière de caractéristique de l'entreprise, une question porte sur la composition de l'actionnariat de l'entreprise, plus précisément sur la nature de la première catégorie d'actionnaires : famille ou particuliers, organisme financier (avec une distinction selon l'origine : français / étranger), société non financière, autres catégories d'actionnaires. Cette question permet de créer un jeu de variables dichotomiques reflétant la situation de financement par capital-investissement (organisme financier) ainsi que les situations alternatives. Au-delà de la situation de financement par capital-investissement étudiée dans un premier temps, une distinction est faite entre le financement par un CI français et le financement par un CI étranger, comme y incitent Bacon et al. (2012).

Les études existantes portant sur le lien entre capital-investissement et emploi contrôlent traditionnellement un certain nombre de variables que nous reprenons ici (Bacon et al., 2004, Davis et al., 2011, Bacon et al., 2012) : secteur d'activité, âge de l'entreprise, taille de l'entreprise, stratégie suivie, entreprises mono-établissement ou non, présence syndicale.

3. Résultats

De manière très claire, il ressort un lien significatif et à la baisse entre le financement par capital-investissement et l'évolution des effectifs au niveau de l'établissement au cours des trois dernières années : en 2010-2011 comme en 2004-2005, les établissements d'entreprises financées par capital-investissement avaient plus de chance de voir leur effectif global diminuer sur les dernières années que celles ayant un actionnariat familial (référence dans le modèle) ou que les filiales de sociétés non financières, pour lesquelles il n'y a pas de différence significative avec les entreprises familiales (voir tableaux de résultats 1 et 2). Ceci

confirme les résultats d'un certain nombre de travaux anglo-saxons (Wright, Coyne, 1985 ; Kaplan, 1989 ; Wright et al., 1990 ; Robbie et al., 1992). En revanche, dans la mesure où l'étude considère l'évolution des effectifs sur les trois dernières années, il semblerait que le lien négatif ne concerne pas qu'une première période de restructuration relative courte pour ensuite se corriger et évoluer vers une hausse de l'emploi, comme le considèrent Wright et al. (2007b) ou Cressy et al. (2007), mais qu'il s'inscrive dans la durée, au niveau de l'établissement du moins. Si l'on constate une baisse des effectifs, on n'assiste pas à une flexibilisation de l'emploi par un recours plus important aux intérimaires (pas de lien significatif observé) (voir tableaux de résultats 3 et 4).

L'analyse plus détaillée de l'incidence sur la structure des effectifs montre que cette tendance à la baisse concerne plutôt l'effectif cadre, les techniciens et l'encadrement intermédiaire (TAM) et les employés pour lesquels on trouve des liens significatifs négatifs entre le financement par capital-investissement et l'emploi en 2004-2005 et en 2010-2011. Par contre, on n'observe pas de lien significatif concernant l'emploi ouvrier. Tout au plus en 2010-2011 note-t-on une tendance à la hausse moindre[4]. L'effectif ouvrier de ces établissements ne connaîtrait donc pas d'évolution significativement différente de celui d'entreprises familiales ou industrielles toutes choses égales par ailleurs, tout au plus une plus forte tendance à la stabilité (moindre hausse) par rapport aux autres contextes sur la période récente (2010-2011). Ces résultats rejoignent ceux de Lichtenberg et Siegel (1990) menée aux Etats-Unis, qui observaient une diminution du ratio d'encadrants (personnel « non productif ») sur l'effectif de production, liée à une diminution de l'effectif « non-productif » et à une stabilité de l'effectif productif. On peut y voir une forme de rationalisation de la structure et une évolution dans l'organisation du travail. Ceci est certainement à mettre en rapport avec la tendance significative à la suppression d'une ou de plusieurs fonctions dans la structure. Le financement par capital-investissement favoriserait une organisation simplifiée au niveau de la hiérarchie et de la division fonctionnelle. En revanche, on n'observe pas en 2010-2011 et 2004-2005 davantage de recentrage sur les métiers spécifiques (abandon de la diversification) ou de recours accru à la sous-traitance (externalisation), alors qu'à titre de comparaison un lien significatif et positif est observé en 2010-2011 en particulier pour les établissements qui appartiennent à des entreprises non financières (industries par exemple).

[4] Afin d'alléger la présentation des résultats, seuls les tableaux de résultats relatifs aux baisses d'effectifs et à l'organisation interne sont insérés en annexe, et ce pour les années 1998-1999, 2004-2005 et 2010-2011. Les résultats détaillés sont disponibles auprès des auteurs.

Une originalité de l'étude est de distinguer la situation des entreprises financées par du capital-investissement national (français) de celle des entreprises financées par capital-investissement étranger. Les résultats sont intéressants à ce niveau car on observe de véritables différences en termes d'évolution de l'emploi. En 2004-2005 et 2010-2011, il apparaît clairement que la réduction d'effectif au cours des trois dernières années en situation de financement par capital-investissement concerne en réalité les situations de financement par capital-investissement étranger mais ne s'observe pas quand l'investisseur (ou les investisseurs) est (sont) français. En effet, le financement par capital-investissement français n'est pas associé à des baisses d'effectifs alors que le lien est très significatif (à 1%) lorsqu'il s'agit d'un financement par capital-investissement étranger. En outre, on assiste à une flexibilisation de l'emploi, par le recours à l'intérim, significativement plus importante lorsque les investisseurs sont étrangers, sur 2004-2005 comme 2010-2011. Si pour 2004-2005 les résultats en termes de structure d'effectifs sont sensiblement les mêmes quelle que soit l'origine de l'investisseur, pour 2010-2011, l'effet observé avec les investisseurs étrangers ne se retrouve pas avec les investisseurs français. En effet, en 2004-2005, dans les établissements financés par des investisseurs français, les effectifs cadres, techniciens et agents de maîtrise évoluent clairement à la baisse, tandis qu'aucune évolution particulière pour les employés et ouvriers n'est relevée. Les investisseurs étrangers sont davantage liés à une baisse des TAM et des employés mais pas des cadres. Dans les deux cas, il n'y a pas de liens significatifs concernant les ouvriers. En revanche, sur 2010-2011, quelle que soit la catégorie de salariés, on n'observe aucune évolution significative à la baisse des effectifs avec des investisseurs français alors qu'on l'observe pour les cadres, TAM et employés avec des investisseurs étrangers. Concernant le périmètre de l'activité, on note en 2010-2011 une tendance significativement plus marquée au recentrage sur les métiers spécifiques uniquement avec les investisseurs étrangers. Au final, il semblerait que le profil de l'investisseur -et plus précisément l'origine de l'investisseur dans une perspective de comparaison internationale- soit déterminant, conformément aux résultats de l'étude pionnière en la matière de Bacon et al. (2013). Toutes choses égales par ailleurs, il y aurait bien un comportement des investisseurs étrangers relevant du modèle libéral qui se traduit par une tendance à la rationalisation des coûts et l'augmentation de valeur actionnariale par la réduction des effectifs au niveau des établissements, s'accompagnant d'une organisation simplifiée de la structure hiérarchique et fonctionnelle, que l'on ne retrouve pas avec les investisseurs nationaux, français, inscrit dans un modèle davantage « managérial » (Hutton, 1996 ; Porter, 1997 ; Gospel, Pendleton, 2003). L'ancrage institutionnel des acteurs, la pression

réglementaire et normative ainsi que les relations entre les parties à l'échelle régionale ou nationale (pouvoirs publics, entreprises, investisseurs…) (Gospel, Pendleton, 2003) infléchissent les comportements des investisseurs français vers un modèle davantage partenarial de gouvernance (Charreaux, Desbrières, 1998), plus respectueux de l'emploi et moins incisif en matière de réduction des coûts dans une optique de valeur actionnariale. Même si le modèle français n'est pas aussi partenarial que le modèle allemand, la composition du conseil d'administration en témoignant (pas de représentants obligatoires des salariés à moins d'un actionnariat salarié particulièrement important, administrateurs représentants des actionnaires principalement en France), il ne relève pas non plus d'une logique actionnariale pure. Le rapport Viénot portant sur la gouvernance et le conseil d'administration des entreprises cotées stipule d'ailleurs que « *conseil d'administration, ce dernier est et doit demeurer une instance collégiale qui représente collectivement l'ensemble des actionnaires et à qui s'impose l'obligation d'agir en toutes circonstances dans l'intérêt social de l'entreprise* » (Viénot, 1995, p.6). Ce n'est donc pas le seul intérêt des actionnaires qui est visé mais un intérêt collectif, l'intérêt social de l'entreprise. En outre, pour des acteurs nationaux appelés à se retrouver dans le cadre d'opérations de financement ultérieures, la réputation compte (Wright, 2002 ; Ferrari, 2006 ; Stévenot, 2006). Elle dépend non seulement du comportement des investisseurs entre eux mais aussi par rapport aux entreprises financées. Une pression trop élevée sur les dirigeants et les entreprises générant des conflits entre les parties peut nuire – ceci a été mis en évidence en France– à la réputation des investisseurs et à leur mobilisation future (Stévenot, 2006).

Une dernière série d'hypothèses concernent l'incidence de la conjoncture économique sur nos résultats. Comme cela ressort des analyses précédentes, il n'y a pas de différence majeure de résultats entre 2004-2005 et 2010-2011, c'est-à-dire avant et pendant la crise financière et économique de la fin des années 2000. On retrouve sur les deux périodes un lien entre financement par capital investissement et emploi significatif et négatif, qui, quand on distingue investisseurs nationaux et étrangers, ne s'observe en réalité qu'avec les investisseurs étrangers. Les résultats concernant la structure des effectifs (liens à la baisse pour les effectifs cadres, TAM et employés mais absence de lien pour les ouvriers) ainsi que la suppression de fonctions ou le recentrage sur les métiers spécifiques vont dans le même sens pour les deux périodes lorsque l'on considère le financement par capital-investissement en général ; seuls quelques résultats ponctuels diffèrent lorsque l'on distingue les investisseurs en fonction de leur origine, sans entamer toutefois le sens global de l'analyse, très cohérent entre les deux

périodes. En revanche, les résultats obtenus pour 1998-1999 sont très différents de ceux obtenus sur la période récente (voir tableaux de résultats 5 et 6). En 1998-1999, on n'observe aucun lien significatif entre financement par capital-investissement et réduction des effectifs sur les trois dernières années, et ce pas plus si l'on distingue investisseurs français et investisseurs étrangers. Tout au plus observe-t-on une tendance à la stabilisation des effectifs (lien significatif négatif à la hausse) par rapport à ce que l'on observe dans les entreprises familiales. L'origine de l'investisseur n'importe pas. Concernant les liens entre le financement par capital-investissement et la structure des effectifs et l'organisation, les liens observés sont plus rares et faibles en 1998-1999, mis à part un lien avec la réduction de l'effectif employé, dû aux investisseurs français d'ailleurs principalement alors qu'en 2004-2005 et 2010-2011 il est dû aux investisseurs étrangers. En 1998-1999 on notait par ailleurs une plus forte réduction de l'effectif ouvrier lorsque les investisseurs étaient étrangers, résultats qui ne ressortent pas sur les deux dernières périodes. Aucune tendance significativement différente ne s'observe en ce qui concerne la suppression de fonctions, pas plus que le recentrage sur les métiers spécifiques. Seul un recours accru à la sous-traitance et à l'externalisation en situation de financement par capital-investissement ressort en 1998-1999, alors qu'il n'apparait pas en 2004-2005 et 2010-2011, sans que celui-ci ne soit lié plus précisément à un profil d'investisseurs. Au final, nous pouvons en conclure que s'il y a eu un changement de comportement, en fonction de la conjoncture notamment, celui-ci a été plus important entre la fin des années 90 et le milieu des années 2000 qu'entre le milieu des années 2000 et la fin des années 2000. La récente crise aurait eu moins d'impact sur les comportements des investisseurs que la crise de la bulle spéculative, dite « bulle internet », au début des années 2000, qui avait touché plus directement sans doute le capital-investissement mondial et français. Les crises qui ont marqué le capital-investissement dans les années 90 et surtout au début des années 2000 ont affecté l'ensemble de la profession et obligé à une remise en question des pratiques. A cela se sont ajoutées quelques jurisprudences qui ont condamné des investisseurs siégeant au conseil d'administration d'entreprises en faillite à combler le passif pour un déficit de surveillance et une carence de gestion d'administrateur (Battini, 2000 ; Stéphany, 2001). On date de cette époque le passage d'un comportement des investisseurs en capital passif (« hands-off ») à un comportement plus actif (« hands-on » voire « hands-in ») vis-à-vis des entreprises qu'ils financent. Ainsi, contrairement aux anticipations de la théorie de l'agence et à certaines études (Wright, Coyne, 1985 ; Wright et al., 1992), le lien entre le contexte économique et financier et le comportement des capital-investisseurs dans le sens d'un resserrement du contrôle et de la réduction des coûts, en particulier ceux liés à l'emploi,

en période de crise n'est pas systématique. En l'occurrence il semblerait que la crise du début des années 2000 ait conduit à un assainissement et à une maturité du secteur, laissant place à des comportements plus actifs, avec un suivi, une implication et un contrôle plus important dans les lignes d'investissements, observé tout au long de la décennie suivante avec des implications sur l'emploi et l'organisation.

H1 est validée pour 2010-2011 et 2004-2005 mais pas pour 1998-1999.

H1' est validée pour 2010-2011 et 2004-2005 mais pas pour 1998-1999.

H2 est validée pour 2010-2011 et 2004-2005, dans une moindre mesure pour 1998-1999 (influence sur la structure des effectifs).

H2' est validée pour 2010-2011, 2004-2005 et 1998-1999 (influence sur la structure des effectifs, recours à l'intérim, recentrage sur les métiers spécifiques).

H3 est validée partiellement : la tendance à la réduction de l'emploi s'observe davantage après la crise du début des années 2000 mais on n'observe en revanche pas de changement après la crise de 2008 par rapport à la situation en 2004-2005.

H3' est validée partiellement : la tendance à la réduction de l'emploi après la crise du début des années 2000 s'observe davantage lorsque les capital-investisseurs sont étrangers mais on n'observe en revanche pas de différence après la crise de 2008 par rapport à la situation en 2004-2005.

4. Discussion et conclusion

La question de l'influence du financement par capital-investissement sur l'emploi anime depuis longtemps les débats, chez les acteurs concernés (dirigeants, investisseurs, salariés, syndicats) comme au sein de la communauté scientifique. Si un certain nombre d'études ont conclu à un effet plutôt négatif sur l'emploi, les récents travaux ont nuancé ces résultats, mettant en avant des effets décalés dans le temps et des différences selon le profil des investisseurs, et montrent le besoin d'investigations supplémentaires pour apporter de nouvelles réponses. Une première perspective consiste à s'intéresser au niveau établissement plutôt qu'au niveau entreprise (ou en complément de celui-ci), principalement considéré dans les études jusqu'à présent. Une deuxième perspective attendue tient aux comparaisons

internationales et à la prise en compte de différents profils d'investisseurs, considérant les dimensions culturelles et institutionnelles comme éléments pouvant influer sur les comportements des investisseurs auprès des entreprises. Le troisième apport majeur de cette étude est de considérer l'évolution éventuelle des comportements en fonction des contextes économiques et d'observer de possibles différences de résultats avant et après les crises du début et de la fin des années 2000.

Notons tout d'abord que les résultats obtenus sont assez stables depuis le milieu des années 2000. Le véritable changement de comportement s'est fait avec la crise de la bulle Internet du début des 2000, comme nous le montre la comparaison de la situation avant et après. Pour 2004-2005 et 2010-2011, notre étude réalisée dans le contexte français n'aboutit pas à des résultats globalement différents de résultats obtenus par les études anglo-saxonnes si l'on considère les liens entre financement par capital-investissement et emploi, que ce soit sur le plan de l'évolution des effectifs ou de la structure de l'emploi au niveau des établissements. Au niveau établissement, la logique de « destruction créatrice » avancée par certains travaux anglo-saxons ne s'observe toutefois pas en France. La comparaison avec l'évolution de la situation de l'emploi au niveau de l'entreprise en parallèle du niveau établissement (Davis et al., 2011) ainsi qu'une éventuelle observation des effets à plus long terme pourrait certainement permettre d'apporter un éclairage plus précis et pertinent au phénomène étudié. Le CI étant une industrie largement internationalisée, au moins concernant les projets importants, les effets sur l'emploi et l'organisation sont largement semblables, transcendants les contextes réglementaires et culturels nationaux. Mais ces conclusions souffrent quelques nuances lorsque l'on affine l'analyse et que l'on distingue les profils d'investisseurs, selon leur origine. On constate alors de véritables différences selon que les investisseurs sont étrangers, inspirés d'une logique libérale, ou français, nationaux, comme l'anticipent Gospel et Pendleton (2003). Ces derniers, relevant d'une économie davantage « coordonnée » et étant davantage ancrés dans un contexte réglementaire et relationnel, se trouvent devoir probablement davantage prendre en compte d'autres contraintes que les seules contraintes de l'actionnaire, notamment celles des salariés, des pouvoirs publics et de l'opinion publique, dans le sens d'une gouvernance plus partenariale qu'actionnariale (Charreaux, Desbrières, 1998). Réputés plus patients car pour certains établissements captifs ou semi-captifs, filiales de banques ou adossés à des fonds régionaux ou nationaux (Stévenot, 2007), ils n'exercent pas la même pression sur les entreprises qu'ils financent. De précédents travaux (Stévenot, 2005 ; 2006) avaient mis en évidence au travers d'études de cas d'entreprises françaises

financées par capital-investissement l'importance de la dimension identitaire de la confiance (Harrisson, 1999) entre investisseur et dirigeant et les difficultés (réactance psychologique et conflits) dues à l'appartenance à des groupes socio-culturels différents, face au contrôle des investisseurs. Il serait intéressant de voir plus comment s'explique la différence dans l'exercice du contrôle selon l'origine des investisseurs, suggérée par les résultats de cette étude quantitative, et quelles sont les conséquences sur les relations entre investisseurs et dirigeants mais aussi avec les autres parties prenantes (salariés, syndicats notamment). En particulier, il serait intéressant d'étudier plus en détail, dans une optique de comparaison d'entreprises financées par capital-investissement français et étranger, les incidences sur le contrat psychologique et la confiance entre les salariés et leur entreprise comme ont commencé à le faire Boselie et Koene (2010) à partir de cas hollandais. Ceci pourrait se faire au travers d'études qualitatives et quantitatives. Il serait également intéressant d'étudier de façon spécifique le maillage institutionnel et relationnel autour de la relation d'investissement dans les firmes domestiques, dans les économies « coordonnées » en particulier, et d'envisager la formation des normes de comportements des investisseurs dans une perspective structurelle, de long terme (Armour et al, 2003).

Bibliographie

Amess K., Girma S., Wright M. (2008), « What are the Wage and Employment Consequences of Leveraged Buy-Outs, Private Equity and Acquisitions in the UK? », Occasional Paper, Centre or Management Buy-Out Research.

Amess K., Wright M. (2007a), « The wage and employment effects of leveraged buyouts in the UK », *International Journal of the Economics of Business*, vol.14, n°2, p.179-195.

Amess K., Wright M. (2007b), « Barbarians at the Gate: Do LBOs and Private Equity Destroy Jobs? », (http://ssrn.com/abstract=1034178).

Amess K., Wright M. (2012), « Leveraged buyouts, private equity and jobs », *Small Business Economics*, vol.38, n°4, p.419-430.

Appelbaum E., Batt R., Clark I. (2013), « Implications of Financial Capitalism for Employment Relations Research: Evidence from Breach of Trust and Implicit Contracts in Private Equity Buyouts », *British Journal of Industrial Relations*, vol.51, n°3, p.498-518.

Armour J., Deakin S., Konzelmann S. (2003), « Shareholder Primacy and the Trajectory of UK Corporate Governance », *British Journal of Industrial Relations*, vol.41, n°3, p.531-555.

Axelson U., Strömberg P. et Weisbach M. (2009), « Why are Buyouts Levered? The Financial Structure of Private Equity Funds », *Journal of Finance*, vol.64, n°4, p.1549-1582.

Bacon N., Wright M., Ball R., Meuleman M. (2013), « Private equity, HRM and employment », *Academy of Management Perspectives*, vol.27, n°1, p.7-21.

Bacon N., Wright M., Demina N. (2004), « Management buyouts and human resource management », *British Journal of Industrial Relations*, vol.42, n°2, p. 325-347.

Bacon N., Wright M., Meuleman M., Scholes L. (2012), « The Impact of Private Equity on Management Practices in European Buy-outs: Short-termism, Anglo-Saxon, or Host Country Effects? », *Industrial Relations: A Journal of Economy and Society*, vol.51, n°1, p.605-626.

Bancel F. (2009), « Efficacité et légitimité du modèle LBO. Le conflit actionnaire-stakeholders revisité », *Revue Française de Gestion*, vol.8, n°198-199, p.241-257.

Battini P. (2000), *Capital-risque, mode d'emploi*, Paris, Les Editions d'Organisation.

Boselie P., Koene B. (2010), « Private equity and human resource management:'Barbarians at the gate!'HR's wake-up call? », *Human Relations*, vol.63, n°9, p.1297-1319.

Boucly Q., Sraer D., Thesmar D. (2009), « Leveraged Buyouts – Evidence from French Deals", The Global Economic Impact of Private Equity Report », *Globalization of*

Alternative Investments, working paper vol.2, edited by Gurung A., Lerner J., p.47-64. Davos, Switzerland: World Economic Forum.

Boxall P., Macky K. (2009), « Research and theory on high-performance work systems: progressing the high-involvement stream », *Human Resource Management Journal*, vol.19, n°1, p.3-23.

British Venture Capital Association (2006), *The Economic Impact of Private Equity in the UK*, London: BVCA.

Charreaux G. (1997), *Le gouvernement des entreprises : Corporate Governance, Théories et faits*, Economica, coll. Recherche en gestion.

Charreaux G., Desbrières P. (1998), « Gouvernance des entreprises: valeur partenariale contre valeur actionnariale », *Finance Contrôle Stratégie*, vol.1, n°2, p.57-88.

Conyon M.J., Girma S., Thompson S., Wright P.W. (2002), « The productivity and wage effects of foreign acquisition in the United Kingdom », *The Journal of Industrial Economics*, vol.50, n°1, p.85-102.

Cressy R., Munari F., Malipiero A. (2007), « Creative Destruction: Evidence that Buyouts Cut Jobs to Raise Returns », Working Paper, n°5, Entrepreneurship and Innovation Centre.

Croce A., Marti J., Murtinu S., 2013, « The Impact of Venture Capital on the Productivity Growth of European Entrepreneurial Firms : Screening or value added effect ? », *Journal of Business Venturing*, 28, pp.489-510.

Davis S., Lerner J., Haltiwanger J., Miranda J., Jarmin R. (2008), « Private equity and employment », In: Lerner J., Gurung A. (eds.) *The Global Impact of Private Equity Report 2008, Globalization of Alternative Investments*, p.43–64. Working Papers Volume 1, World Economic Forum.

Davis S.J., Haltiwanger J.C., Jarmin R.S., Lerner J., Miranda J. (2011), *Private equity and employment*, n°w17399, National Bureau of Economic Research.

European Venture Capital Association (EVCA), 2005, "Employment contribution of Private Equity and Venture Capital in Europe".

Froud J., Williams K. (2007), « Private equity and the culture of value extraction », *New Political Economy*, vol.12, n°3, p.405-420.

Goergen M., O'Sullivan N., Wood G. (2011), « Private equity takeovers and employment in the UK: some empirical evidence », *Corporate Governance: An International Review*, vol.19, n°3, p.259-275.

Gospel H., Pendleton A. (2005), « Finance, Corporate Governance and the Management of Labour: A Conceptual and Comparative Analysis », *British Journal of Industrial Relations*, vol.41, n°3, p.557-582.

Gospel H., Pendleton A. (2005), *Corporate Governance and Labour Management ; An International Comparison*, Oxford University Press.

Harbula P. (2008), « Fonds d'investissement : bulle financière ? Leviers de création de valeur, endettement et gouvernement d'entreprise », *Revue d'Économie Financière*, vol.93, n°3, p.179-200.

Harcourt M., Wood G. (2007), « The importance of employment protection for skill development in coordinated market economies », *European journal of industrial relations*, vol.13, n°2, p.141-159.

Harris R., Siegel D.S., Wright M. (2005), « Assessing the impact of management buyouts on economic efficiency: plant-level evidence from the United Kingdom », *Review of Economics and Statistics*, vol.87, n°1, p.148-153.

Harrisson D., 1999, « Confiance identitaire, confiance cognitive et processus d'innovation », *in* Thuderoz C., Mangematin V., Harrisson D., *La confiance*, Paris : Gaétan Morin Editeur, pp.209-236.

Hellmann T., Puri M. (2002), « Venture capital and the professionalization of start-up firms : empirical evidence », *Journal of Finance*, vol.LVII, n°1, pp.169-197.

Huselid M.A. (1995), « The impact of human resource management practices on turnover, productivity, and corporate financial performance », *Academy of Management Journal*, vol.38, n°3, p.635-672.

Hutton W. (1996), *The State We're In*, London, Vintage.

International Union Confederation (ITUC), 2007, *Where the House always Wins : Private Equity, Hedge Funds and the New Casino Capitalism*, Brussels.

Kaplan S. (1989), « The effects of management buyouts on operating performance and value », *Journal of financial economics*, vol.24, n°2, p.217-254.

Kaplan S., Stein N. (1993), « The evolution of buyout pricing and financial structure in the 1980s », *Quarterly Journal of Economics*, vol.108, n°2, p.313-358.

Kearney A.T., 2007, Creating New Jobs and Value with Private Equity, Chicago.

LichtenbergF.R., Siegel D. (1990), « The effects of leveraged buyouts on productivity and related aspects of firm behavior », *Journal of Financial Economics*, vol.27, n°1, p.165-194.

Opler T.C. (1992), « Operating Performance in Leveraged Buyouts », *Financial Management*, vol.21, p.27-61.

Pampel F.C. (2000), *Logistic regression*, Thousand Oaks, Sage.

Porter M. (1997), « Capital choices: changing the way America invests in industry », *in* D.

Rasmussen, P.N. (2008), "Taming the Private Equity 'Locusts'," *Europe Today*, 8, printemps, p. 130-133

Restructuring: The Case of Management Buy-ins », *Journal of Management Studies*, vol.32, n°4, p.527-550.

Robbie K., Wright M. (1995), « Managerial and ownership succession and corporate restructuring : The case of management buy-ins », *Journal of Management Studies*, vol.32, n°4 p.527-549.

Robbie K., Wright M., Thompson S. (1992), « Management Buy-ins in the UK », *Omega*, vol.20, n°4, p.445-456.

Rosenbusch N., Brinkmann J., Müller V. 2013, "Does acquiring venture capital pay off for funded firms? A meta-analysis on the relationship between venture capital investment and funded firm financial performance", *Journal of Business Venturing*, 28, pp.335-353.

Shapiro, R.J., Pham N.D., 2008, *American Jobs and the Impact of Private Equity Transactions*, Washington, Private Equity Council.

Siegel D., Wright M., Filatotchev I. (2011), « Private equity, LBOs, and corporate governance: international evidence », *Corporate Governance: An International Review*, vol.19, n°3, p.185-194.

Smith A. (1990), « Capital Ownership Structure and Performance: The Case of Management Buyouts », *Journal of Financial Economics*, vol.27, n°1, p.143-164.

Stephany E. (2001), « L'évolution des pratiques du capital-risque en France », *Revue Française de Gestion*, septembre-octobre, p.63-75.

Stévenot A. (2005b), « La gouvernance des entreprises financées par Capital Investissement : une analyse sociocognitive de la relation Capital Investisseur – dirigeant », *Thèse de doctorat en Sciences de* Gestion, Université Nancy 2.

Stévenot A. (2006), « Les conflits dans la relation Capital Investisseur – dirigeant : une analyse en termes de gouvernance cognitive », *Revue Française de Gestion*, n° 164, p.157-180.

Stévenot A. (2007), « Capital-Investissement en syndication : les enjeux en termes de gourvernance disciplinaire et cognitive à partir d'une étude de cas multi-sites », *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 10, n°4, p.141-178

Stévenot A., Guery L. (2006), « L'influence des Capital Investisseurs sur la gestion des ressources humaines des entreprises financées : dimensions, enjeux et limites », *Gestion 2000*, n°3, p.119-163

Taylor, A., Bryant C. (2007), "Private Equity Deals that Cement Business Growth," *Financial Times*, 2 avril.

Viénot M. (1995), *Le Conseil d'Administration des entreprises cotées*, MEDEF et AFEP.

Weir C., Jones P., Wright M. (2008), « Public to Private Transactions, Private Equity, and Performance in the UK: An Empirical Analysis of the Impact of Going Private », (http://ssrn.com/abstract=1138616).

Wieser O., Wright M., Robbie K. (1997), « Management and Employee Buyouts from the Austrian Public Sector, *Annuals of Public and Cooperative Economics*, 68(4), p. 689-712.

Wilson N., Wright M., Siegel D.S., Scholes L. (2012), « Private equity portfolio company performance during the global recession », *Journal of Corporate Finance*, vol.18, n°1, p.193-205.

Wood G., Harcourt M., Harcourt S. (2004), « The effects of age discrimination legislation on workplace practice », *Industrial Relations Journal*, vol.35, p.359–371

Wood G., Wright M. (2009), « Private equity: a review and synthesis », *International Journal of Management Reviews*, vol.11, n°4, p.361-380.

Wood G., Wright M. (2010), « Private equity and human resource management: An emerging agenda », *Human Relations*, vol.63, n°9, p.1279-1296.

Wright M. (2002), « Le Capital Investissement », *Revue Française de Gestion*, vol.28, n°141, p.283-301.

Wright M., Bacon N., Amess K. (2009), « The impact of private equity and buyouts on employment, remuneration and other HRM practices », *Journal of Industrial Relations*, vol.51, n°4, p.501-515.

Wright M., Burrows A., Ball R., Scholes L., Meuleman M., Amess K. (2007), *The Implications of Alternative Investment Vehicles for Corporate Governance: A Survey of Empirical Research*, Report for the Steering Group on Corporate Governance, OECD.

Wright M., Chiplin B., Thompson S., Robbie K. (1990), « Management Buyouts, Trade Unions and Employee Ownership », *Industrial Relations Journal*, vol.21, n°2, p.137-146.

Wright M., Coyne J. (1985), *Management Buyouts*, Beckenham, Croom Helm.

Wright M., Gilligan J., Amess K. (2009), « The economic impact of private equity: what we know and what we would like to know », *Venture Capital*, vol.11, n°1, p.1-21.

Wright M., Renneboog L., Simons T., Scholes L. (2006), « Leveraged buyouts in the UK and Continental Europe: Retrospect and Prospect », *Journal of Applied Corporate Finance*, vol.18, n°3, p.38-55.

Wright M., Thompson S., Robbie K. (1992), « Venture Capital and Management-led Leveraged Buy-outs: A European Perspective », *Journal of Business Venturing*, vol.7, n°1, p.47–71.

Annexe 1. Les études sur le lien capital-investissement et emploi depuis le milieu des années 80.

Etudes	Pays	Question de recherche/originalité de l'étude	Nature de l'étude	Résultats
Lien global entre financement par CI et effectif de la firme				
Wright et Coyne (1985)	UK	Première étude à étudier le lien entre MBO et emploi dans l'entreprise	Empirique, quantitative	Lien négatif – réduction d'effectif
Kaplan (1989)	USA	Etude du lien entre LBO et emploi dans l'entreprise	Empirique, quantitative	Lien négatif quand on contrôle les effets sectoriels
Wright et al. (1990)	UK	Etude du lien entre MBO et emploi dans l'entreprise	Empirique, quantitative	Lien négatif – réduction d'effectif
Opler (1992)	USA	Etude du lien entre LBO et emploi dans l'entreprise	Empirique, quantitative	Lien positif sur l'emploi après le rachat
Robbie et al. (1992)	UK	Etude du lien entre MBI et emploi dans l'entreprise	Empirique, quantitative	Lien négatif – réduction d'effectif
Amess et Wright (2007a)	UK	Etude du lien entre MBO/MBI/ financées par CI/non financées par CI et emploi dans l'entreprise. Contrôle de l'endogénéité lié au biais de sélection.	Empirique, quantitative	Pas de différence significative de l'évolution de l'emploi entre entreprises financées par CI et non financées par CI.
Boselie and Koene (2010)	Pays-Bas	Etude du rôle du management des RH pendant les deux années de négociation précédent le financement par CI.	Empirique, étude de cas	Liens négatifs – rupture de la confiance, du contrat psychologique.
Georgen et al. (2011)	UK	Etude du lien entre IBO et emploi, et lien avec la productivité et la rentabilité	Empirique, quantitative	Diminution significative de l'emploi dans l'année suivant l'acquisition, sans amélioration de la productivité et de la rentabilité observée.
Effets décalés dans le temps				
Wieser et al. (1997)	Autriche	Etude du lien entre Privatization buyout ?? et emploi dans l'entreprise	Empirique, quantitative	Après une réduction dans un premier temps, une augmentation dans la plupart des cas.
Wright et al. (2007b)	UK	Etude du lien entre MBO/MBI et emploi dans l'entreprise	Empirique, quantitative	Après une réduction dans un premier temps, une augmentation dans les MBO au-dessus du niveau d'avant le MBO.
Cressy et al. (2007)	UK	Etude du lien entre financement par CI et emploi	Empirique, quantitative	Après une baisse de l'emploi pendant 4 ans, augmentation la cinquième année : une rationalisation initiale permet la création d'emploi viable selon les auteurs
Davis et al (2008)	USA	Etude du lien entre financement par CI et emploi au niveau établissement et entreprise	Empirique, quantitative	L'emploi augmente plus lentement avant l'opération et décline plus rapidement après. Au bout de 4-5 ans, l'emploi rejoint le niveau d'emploi du groupe de contrôle. Les opérations de LBO créent le même nombre d'emplois globalement mais plus de « nouveaux types » d'emplois.
Amess et al. (2008)	UK	Etude du lien entre mode de financement	Empirique, quantitative	Les LBO n'ont pas d'effets significatifs sur l'emploi.

		(LBO/MBO/MBI/acquisitions/ financées par CI et non financées par CI) et emploi		Les acquisitions non financées par CI ont des effets négatifs sur l'emploi.
Weir et al. (2008)	UK	Etude du lien entre mode de financement (LBO/MBO/financés ou non par CI) et emploi pour les entreprises qui sortent de la cotation de marché. Comparaison avec les entreprises cotées.	Empirique, quantitative	L'emploi diminue plus dans les entreprises qui sortent de la cote en t+1. Les entreprises qui sortent de la cote non financées par CI créent plus d'emploi que lorsqu'elles sont reprises par CI.
Froud, Williams (2007)	UK	Compréhension/illustration de l'influence du capital-investissement sur l'emploi.	Empirique, étude de cas	Liquidation d'activités, conduisant à la réduction d'opportunités d'emploi sur le long-terme.
Importance du type de transaction				
Amess et Wright (2007b)	UK	Etude du lien entre MBO/MBI et emploi. Echantillon important (533 MBO, MBI et non financées par CI)	Empirique, étude de cas	Une augmentation de l'emploi plus forte dans les entreprises financées par MBO que MBI.
Prise en compte de dimension organisationnelle (type de salariés concernés, périmètre…)				
Lichtenberg et Siegel (1990)	USA	Etude du lien entre LBO/MBO et emploi selon les catégories de salariés	Empirique, quantitative	Réduction de l'emploi des salariés « non-productifs », maintien de l'emploi des salariés « de production »
Davis et al. (2011)	US	Etude du lien entre financement par CI et emploi en fonction du niveau établissement et entreprise. 3200 entreprises et 1500 0 établissements (entre 1980 et 2005)	Empirique, quantitative	Diminution d'emploi au niveau établissement plus importante par rapport au groupe de contrôle mais création par ailleurs (nouveaux étab.). Au final, au bout de 2 ans, variation nette d'emplois de 13% au-dessus du groupe de contrôle.
Dimension internationale				
Bacon et al. (2013)	UK US Allemagne Pays-Bas	Etude du lien entre capital-investissement et emploi en fonction du profil d'investisseur et du pays	Empirique, étude de cas	Mise en évidence de influences d'investissement différentes selon des variables court terme/long terme et stratégie d'efficience/ stratégie de croissance. Selon les auteurs les effets seraient plus positifs sur l'emploi aux US et RU qu'en Europe.

Tableau 1. Financement par capital-investissement et baisse des effectifs au niveau établissement – Données 2010-2011
Modèles probit, effets marginaux

	Baisse effectif total		Baisse effectif cadres		Baisse effectif TAM		Baisse effectif employés		Baisse effectif ouvriers	
	Modèle 1	Modèle 2	Modèle 3	Modèle 4	Modèle 5	Modèle 6	Modèle 7	Modèle 8	Modèle 9	Modèle 10
Principale catégorie d'actionnaires :										
Famille – particuliers	Ref.	Ref.	Ref.	Ref.	Ref.	Ref.	Ref.	Ref.	Ref.	Ref.
Capital-investisseur	0.084**		.0588*		0.067**		0.088**		0.063	
Capital-investisseur français		0.020		0.012		0.048		0.049		0.038
Capital-investisseur étranger		0.157***		0.109**		0.089**		0.130**		0.082
Industriel	0.060**	0.060**	0.054*	0.054*	0.034	0.034	0.044	0.043	0.072	0.072
Autres catégories	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé
Secteurs	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé
Taille de l'entreprise	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé
Age de l'établissement	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé
Entreprise mono établissement	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé
Présence syndicale	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé
Stratégie suivie	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé
Log likelihood	-891.652	-889.948	-631.367	-630.161	-529.678	-529.445	-758.115	-757.469	-628.376	-628.282
Pseudo R^2	0.068	0.070	0.037	0.039	0.076	0.076	0.073	0.073	0.100	0.100
N	1607	1607	1507	1507	1419	1419	1539	1539	1118	1118

*, **, *** : coefficients significatifs à 10%, 5%, 1%

Tableau 2. Financement par capital-investissement et baisse des effectifs au niveau établissement – Données 2004-2005
Modèles probit, effets marginaux

	Baisse effectif total		Baisse effectif cadres		Baisse effectif TAM		Baisse effectif employés		Baisse effectif ouvriers	
	Modèle 11	Modèle 12	Modèle 13	Modèle 14	Modèle 15	Modèle 16	Modèle 17	Modèle 18	Modèle 19	Modèle 20
Principale catégorie d'actionnaires :										
Famille – particuliers	Ref.	Ref.	Ref.	Ref.	Ref.	Ref.	Ref.	Ref.	Ref.	Ref.
Capital-investisseur	0.101**		.103***		0.169***		0.088**		0.086	
Capital-investisseur français		0.075		0.145***		0.172***		0.075		0.056
Capital-investisseur étranger		0.134**		0.055		0.179***		0.106*		0.120
Industriel	-0.005	-0.005	0.090***	0.089***	0.080***	0.081***	0.052	0.052	0.064	0.064
Autres catégories	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé
Secteurs	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé
Taille de l'entreprise	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé
Age de l'établissement	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé
Entreprise mono établissement	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé
Présence syndicale	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé
Stratégie suivie	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé
Log likelihood	-626.760	-626.539	-422.799	-422.032	-397.475	-397.473	-579.728	-579.655	-514.333	-514.130
Pseudo R^2	0.161	0.161	0.108	0.109	0.149	0.149	0.143	0.143	0.177	0.177
N	1320	1320	1275	1275	1198	1198	1298	1298	1013	1013

*, **, *** : coefficients significatifs à 10%, 5%, 1%

Tableau 3. Financement par capital-investissement et organisation interne – Données 2010-2011
Modèles probit, effets marginaux

	Présence d'intérimaires		Suppression d'une ou plusieurs fonctions		Recentrage sur le cœur de métier		Recours accru à la sous-traitance, externalisation	
	Modèle 21	Modèle 22	Modèle 23	Modèle 24	Modèle 25	Modèle 26	Modèle 27	Modèle 28
Principale catégorie d'actionnaires :								
Famille – particuliers	Ref.	Ref.	Ref.	Ref.	Ref.	Ref.	Ref.	Ref.
Capital-investisseur	0.044		0.174***		0.050		0.015	
Capital-investisseur français		-0.022		0.127***		-0.0108		0.001
Capital-investisseur étranger		0.124*		0.233***		0.116**		0.032
Industriel	0.005	0.005	0.043	0.043	0.066	0.066**	0.052**	0.052**
Autres catégories	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé
Secteurs	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé
Taille de l'entreprise	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé
Age de l'établissement	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé
Entreprise mono établissement	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé
Présence syndicale	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé
Stratégie suivie	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé
Log likelihood	-933.216	-931.602	-721.700	-720.657	-700.037	-697.989	-403.120	-402.847
Pseudo R^2	0.146	0.146	0.090	0.091	0.057	0.059	0.069	0.070
N	1604	1604	1606	1606	1602	1602	1592	1592

*, **, *** : coefficients significatifs à 10%, 5%, 1%

Tableau 4. Financement par capital-investissement et organisation interne – Données 2004-2005
Modèles probit, effets marginaux

	Présence d'intérimaires		Suppression d'une ou plusieurs fonctions		Recentrage sur le cœur de métier		Recours accru à la sous-traitance, externalisation	
	Modèle 29	Modèle 30	Modèle 31	Modèle 32	Modèle 33	Modèle 34	Modèle 35	Modèle 36
Principale catégorie d'actionnaires :								
Famille – particuliers	Ref.	Ref.	Ref.	Ref.	Ref.	Ref.	Ref.	Ref.
Capital-investisseur	0.079		0.150***		0.0111		0.043	
Capital-investisseur français		0.012		0.153***		0.015		0.053
Capital-investisseur étranger		0.181**		0.150**		0.006		0.032
Industriel	0.127***	0.127***	0.063	0.063	-0.054	-0.054	0.069**	0.070**
Autres catégories	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé
Secteurs	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé
Taille de l'entreprise	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé
Age de l'établissement	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé
Entreprise mono établissement	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé
Présence syndicale	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé
Stratégie suivie	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé
Log likelihood	-757.921	-756.445	-675.765	-675.764	-626.309	-626.301	-540.462	-540.415
Pseudo R^2	0.172	0.173	0.130	0.130	0.093	0.093	0.112	0.112
N	1322	1322	1319	1319	1317	1317	1320	1320

*, **, *** : coefficients significatifs à 10%, 5%, 1%

Tableau 5. Financement par capital-investissement et baisse des effectifs au niveau établissement – Données 1998-1999
Modèles probit, effets marginaux

	Baisse effectif total		Baisse effectif cadres		Baisse effectif TAM		Baisse effectif employés		Baisse effectif ouvriers	
	Modèle 37	Modèle 38	Modèle 39	Modèle 40	Modèle 41	Modèle 42	Modèle 43	Modèle 44	Modèle 45	Modèle 46
Principale catégorie d'actionnaires :										
Famille – particuliers	Ref.	Ref.	Ref.	Ref.	Ref.	Ref.	Ref.	Ref.	Ref.	Ref.
Capital-investisseur	0.060		0.022		0.126**		0.164**		0.149	
Capital-investisseur français		-0.002		-.015		0.122		0.227**		0.034
Capital-investisseur étranger		0.158		.089		0.138		0.076		0.322**
Industriel	0.107**	0.105**	0.097**	.096**	0.143***	0.143***	0.202***	0.204***	0.143**	0.141**
Autres catégories	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé
Secteurs	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé
Taille de l'entreprise	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé
Age de l'établissement	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé
Entreprise mono établissement	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé
Présence syndicale	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé
Stratégie suivie	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé
Log likelihood	-229.871	-229.276	-158.171	-157.742	-128.295	-128.289	-196.818	-196.337	-187.791	-186.607
Pseudo R^2	0.087	0.090	0.123	0.126	0.154	0.154	0.149	0.151	0.108	0.114
N	490	490	477	477	440	440	493	493	363	363

*, **, *** : coefficients significatifs à 10%, 5%, 1%

Tableau 6. Financement par capital-investissement et organisation interne – Données 1998-1999
Modèles probit, effets marginaux

	Présence d'intérimaires		Suppression d'une ou plusieurs fonctions		Recentrage sur le cœur de métier		Recours accru à la sous-traitance, externalisation	
	Modèle 47	Modèle 48	Modèle 49	Modèle 50	Modèle 51	Modèle 52	Modèle 53	Modèle 54
Principale catégorie d'actionnaires :								
Famille – particuliers	Ref.	Ref.	Ref.	Ref.	Ref.	Ref.	Ref.	Ref.
Capital-investisseur	0.251***		-0.012		-.012		0.146**	
Capital-investisseur français		0.272**		-0.079		0.040		0.125
Capital-investisseur étranger		0.205		0.117		-0.087		0.189
Industriel	0.109*	0.110*	0.159***	0.156***	.038	0.039	0.005	0.004
Autres catégories	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé
Secteurs	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé
Taille de l'entreprise	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé
Age de l'établissement	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé
Entreprise mono établissement	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé
Présence syndicale	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé
Stratégie suivie	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé
Log likelihood	-300.946	-300.863	-248.202	-247.155	-282.952	-282.531	-248.611	-248.529
Pseudo R^2	0.151	0.151	0.073	0.076	0.045	0.046	0.117	0.117
N	513	513	512	512	512	512	514	514

*, **, *** : coefficients significatifs à 10%, 5%, 1%